

改善に広がりを見せる国内景気

～ 物価 2% 上昇は遠いが、注目を集める日本銀行の出口戦略 ～

南 武志

要旨

仏国の政権安定化が図られたことで欧州政治リスクはひとまず後退したが、米トランプ政権の「ロシアゲート」疑惑など先行き不透明感が残ったままである。しかし、世界経済自体は新興国の持ち直しが牽引する格好で回復基調をたどっており、それが日本経済にも好影響を及ぼしている。生産・設備投資など企業活動は活性化しつつあるほか、出遅れていた消費も持ち直しの動きが見られる。今後とも引き締まっていくとみられる労働需給の動きも、今後の消費押上げに貢献するとみられ、当面は景気改善が継続するだろう。

一方、物価動向は相変わらず鈍い状況が続いているため、物価安定目標の早期達成を目指す日本銀行は、今後の物価上昇で実質金利をマイナス状態に戻せるなど政策効果を高めることが可能となるため、長期金利をゼロ%に誘導する等の現行政策を粘り強く継続すると思われる。しかし、米欧の中央銀行で散見される大規模緩和の幕引きへの動きに合わせ、日銀の出口論議も注目を集めつつある。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2017年			2018年	
		6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.055	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0560	0.05 ~ 0.06	0.05 ~ 0.06	0.05 ~ 0.06	0.05 ~ 0.06
国債利回り	10年債 (%)	0.055	-0.05 ~ 0.15	0.00 ~ 0.15	0.00 ~ 0.15	0.00 ~ 0.15
	5年債 (%)	-0.070	-0.20 ~ 0.00	-0.20 ~ 0.00	-0.20 ~ 0.00	-0.20 ~ 0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	111.0	105 ~ 120	105 ~ 120	105 ~ 120	105 ~ 120
	対ユーロ (円/ユーロ)	123.9	115 ~ 135	115 ~ 135	115 ~ 135	115 ~ 135
日経平均株価 (円)		20,110	20,250 ± 1,500	20,500 ± 1,500	20,750 ± 1,500	21,000 ± 1,500

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注) 実績は2017年6月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

欧州政治リスクは 後退したが、米国の 政治混迷は続く

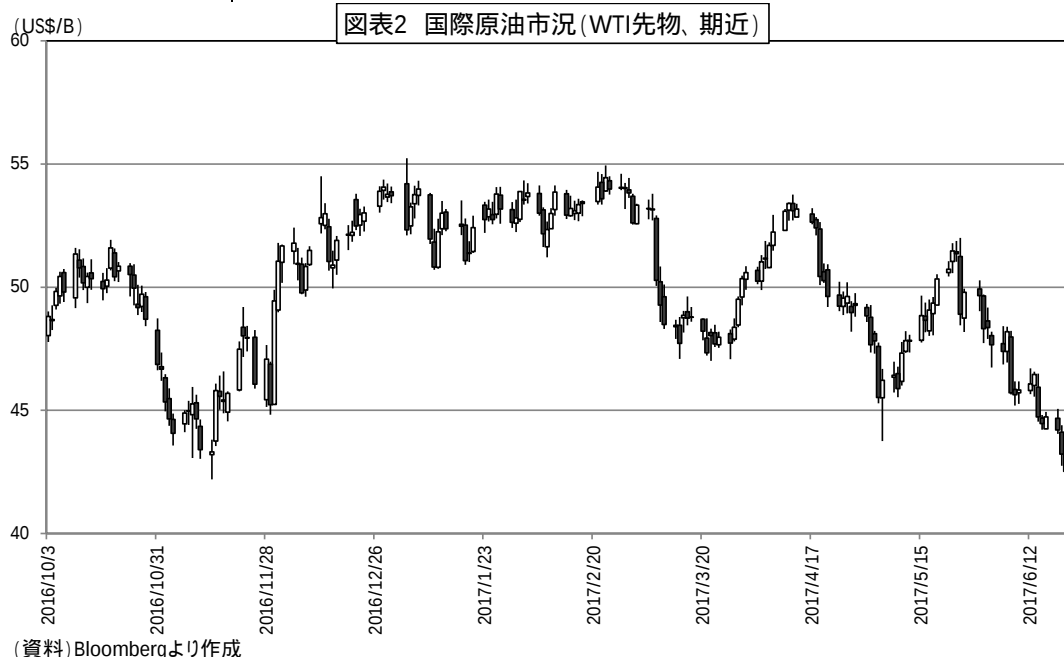
長らく欧州政治リスクへの警戒が続いてきたが、仏大統領選挙でのエマニュエル・マクロン候補の勝利に続き、18日の仏国民議会選挙(下院、定数577)の第2回投票でもマクロン大統領の新党「共和国前進」が単独でも308議席と過半数、連携する中道政党と合わせると350議席と全体の6割を獲得するなど、政権の安定化が図られた。今年前半の一大注目イベントは無難に乗り切ったといえる。

一方、メイ首相がEU離脱(Brexit)交渉を万全の態勢で臨むために3年前倒ししてまで実施した英国総選挙は、与党保守党が議席を減らして過半数割れとなり、Brexit交渉の行方に不透明感が

世界経済は持ち直し継続だが、物足りなさも

加わる結果となった。加えて、米国ではロシアゲート（昨年の大統領選でのロシアによるサイバー攻撃に関与した疑い）疑惑がトランプ政権を揺さぶり続けている。加えてトランプ大統領の就任前のビジネスや外国政府からの資金受領が米連邦憲法「報酬条項」に違反しているとして、200 名近い民主党議員や複数の州地方長官から提訴される事態となっている。米連邦議会は共和党が上下両院とも過半数であることもあり、即座に大統領弾劾にまで発展する可能性は現時点では小さいものの、今後の展開には要注意であることは間違いない。

こうしたなか、6 月 7 日には、副題を「Better, but not good enough（良くなってきたが、十分じゃない）」とした経済開発協力機構（OECD）の経済見通しが発表された。アジア地域での貿易回復などが牽引役となり、世界経済全体の成長率は 16 年（3.0%）をボトムに、17 年は 3.5%、18 年は 3.6%と緩やかに持ち直していくとの見通しが示された。一方で、米国などでみられる保護主義の台頭が投資抑制につながり、それが本格的な成長加速を妨げるリスクがあると警告している。



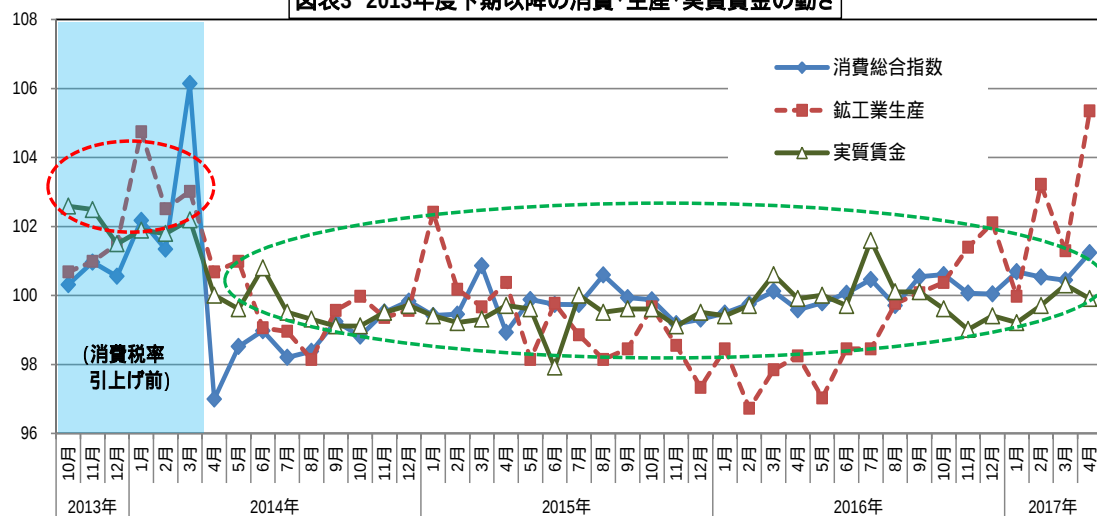
需給均衡化が見通せず、原油価格は軟調に推移

さて、原油価格 (WTI 先物、期近) は、5 月 25 日に開催した OPEC 総会および非加盟の 11 産油国との閣僚会合) において 17 年 1~6 月にかけての協調減産内容 (日量 180 万バレル程度 (世界の石油生産の約 2%程度)) を 18 年 3 月まで延長することが決定されたものの、需給均衡化への期待は乏しく、その後も軟調な展開が続

いている。直近は 40 ドル台前半まで下落している。

これまでのところ減産合意は概ね順守されているようだが、5 月の OPEC 加盟国の原油生産量は、減産合意の対象外となったナイジェリア、リビアの生産再開の影響で、16 年 11 月以来の大幅増となった。さらに、北米（米国、カナダ）やブラジルなど、協調減産に参加していない国での石油生産が活性化しており、なかなか需給改善が進展する様子がない。中国・インドの需要は底堅いとはいえ、下値不安は解消できない状況にある。

図表3 2013年度下期以降の消費・生産・実質賃金の動き



(資料)内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成
(注)2013年10月～直近 = 100。

景気の現状：輸出増が国内需要に波及

こうしたなか、6月8日に公表された1～3月期のGDP第2次速報では、実質GDPは前期比年率1.0%と5四半期連続でのプラス成長ながらも、1次速報(同2.2%)からは大幅に下方修正された。ただし、その主因は民間在庫投資が大きく下方修正(主因は石油精製業での生産能力削減や定期補修のための在庫圧縮)されたためであり、民間設備投資の上方修正によって民間最終需要は増加率が高まったことを踏まえると、内容は決して悪くはない。

上述の通り、相変わらず世界経済の先行き不透明感は根強いものの、OECDやIMFなどの現状認識にみるように、実体経済は底堅く推移していると評価できる。こうした動向を受けて、輸出は16年半ば以降、概ね増加傾向となっている。その影響もあり、生産活動も4月には直近ピークだった消費税増税直前の水準を上回り、リーマン・ショック発生直後以来、8年半ぶりの水準まで回復している。企業業績も堅調に推移している。1～3月期の法人企業統計季報によれば、全規模・全産業ベース(除く金融・保険業)

**景気の先行き：
改善傾向は継続**

**物価動向：依然
乏しい上昇圧力**

での経常利益が過去最高を更新したことがみてとれる。雇用増により人件費は収益抑制に働いているが、売上高が改善している影響を受けている。これを受けて企業設備投資も緩やかながらも増加傾向となっている。

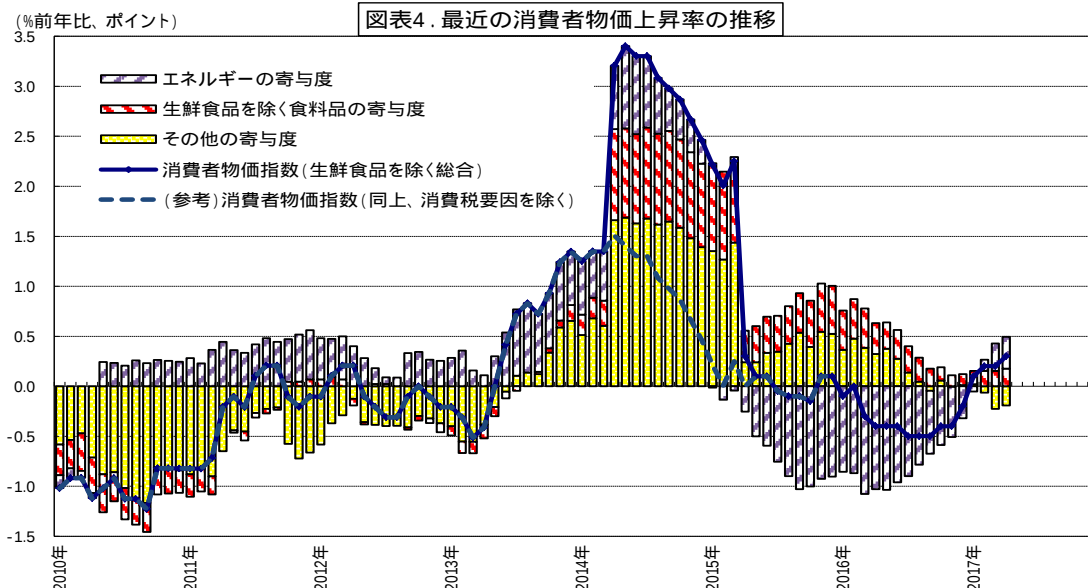
さらに、まだ鈍さもあるとはいえ、消費にも持ち直しの動きが見られてきた。4月の消費総合指数は前月比0.8%と3ヶ月ぶりの上昇、14年1～3月期の水準には及ばないが、13年後半の水準を上回ってきた。賃上げの動きは弱く、家計所得の増加ペースは緩やかなままであるが、失業率が3%割れとなるなど、着々と労働需給の引き締めつつあり、今後賃上げは進むものとみられる。

先行きについては、景気回復が継続するとのこれまでの見方に変更はない。世界経済は新興国主導での回復が続くとみられ、それに伴って輸出が増加傾向をたどり、生産・設備投資など企業活動にプラスの効果を及ぼしていくとみられる。なお、17年度の設備投資計画調査などからは、企業の設備投資マインドが堅調であることが見て取れる。また、建設業活動指数（4月）の「公共・土木・建築」が前月比6.0%と大幅に上昇したことから、昨年秋に策定された経済対策の効果は17年度前半には顕在化するだろう。一方、年度下期にはその効果は一巡するが、代わって民間消費や民間設備投資が徐々に増勢を強めていくとみられる。当総研では17、18年度と1%前半から半ばの経済成長を実現すると予測している（詳細は後掲レポート『2017～18年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）』を参照のこと）。

このように、国内景気の改善傾向やそれを受けた労働需給の引き締めが続いているものの、賃上げ圧力がまだ十分高まっていないこともあり、物価情勢は依然として鈍いままだ。全国4月分の「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比0.3%、日本銀行が物価の基調と見做してきた「生鮮食品・エネルギーを除く総合（日銀コア）」に至っては同横ばいと、上昇圧力は乏しい。ただし、消費者物価の川上に位置する企業物価・消費財指数からは、上昇幅拡大に向けた動きも散見される。消費財指数（5月）は前年比0.5%と2ヶ月連続の上昇かつ上昇幅が拡大しており、輸入品価格の持ち直しも確認できる。

先行きについては、輸入物価が上昇傾向を強めつつあること、電気・ガス料金などで値上げが残っていること、さらには家計所得・消費は持ち直しつつあることなどにより、前年比上昇幅は緩

やかに拡大していくことが予想される。しかし、家計所得の増加ペースは緩慢であり、日本銀行が目指す 2% の物価上昇にとって当面は足枷になるとみられる。エネルギーの押上げ効果が一服する年度下期には物価上昇率が一旦は足踏み状態となる可能性は否定できない。



金融政策：しばらくは現状維持

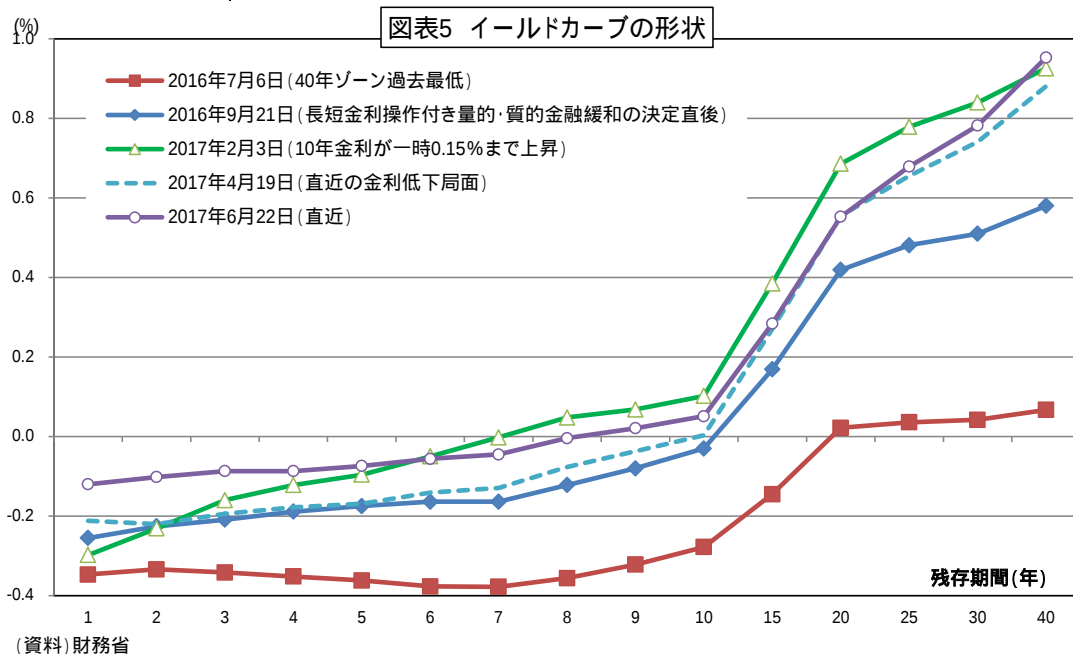
6月15～16日に開催された日本銀行の金融政策決定会合では、16年9月に導入された長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）の継続が決定された。既に5年目に突入した一連の大規模緩和策の目的は前年比 2% に設定された「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することである。しかし、前述の通り、足元の物価は再び上昇し始めたとはいえ、上昇圧力は乏しく、安定的に 2% の物価上昇を達成するのに不可欠である「十分な所得増ペース」も得られていない。

1～2年前であれば追加緩和観測が強まってもおかしくはないが、QQE+YCC 導入によっては物価安定目標の達成は「短期決戦から持久戦」に切り替わったと受け止められているほか、景気の足腰が徐々に強まってきたこと、既に日銀の国債保有シェアが 4 割超となるなど、これ以上の国債買入れ増額が困難とみられていること、などから、金融政策に対する一段の緩和圧力はほぼ皆無といえる。実際のところ、現行政策は当面継続するとみられる。

しかし、金融政策の操作目標を「量」から「金利」へ戻したこともあり、「年間 80 兆円をめど」とする現在の国債保有残高の増加ペースの取り扱いに注目が集まっている。日銀は「年間 80 兆円」

の残高増加ペースは対応可能としているが、最近は明らかに 80 兆円ペースを割り込んでおり、その扱いをどうするのかに注目する向きもある。いずれは減額、もしくはあえて金額を明示しなくなる、といった見方も少なくない。

また、長期金利の操作目標（現行ゼロ％程度）についても、米国発の上昇圧力や国内物価の復元などが強まれば、引き上げざるをえないのではないかとの見方もある。しかし、日銀としては、物価上昇下で、10 年金利をゼロ％程度で誘導することができれば、実質金利（名目金利 - 物価上昇率）水準を、マイナス状態となっている可能性がある自然利子率以下まで引き下げることが可能となり、それ自体が景気刺激効果をもつため、ゼロ％誘導を粘り強く継続する可能性が高いと思われる。物価上昇圧力が十分高まるまで、操作目標はゼロ％で据え置くとみられ、その際には前述の「80 兆円の増加ペース」に近づく可能性もあるだろう。



市場の関心を集める「出口論議」

こうした中、米 FRB が着々と金融政策の正常化を進めているほか、ECB も資産買入れを縮小するなど、大規模緩和の幕引きに向けた動きも散見されつつあるなか、日銀も出口戦略についての情報を発信すべきとの意見も浮上している。こうした議論は QQE スタート時点から存在していたが、日銀は物価安定目標の達成が最優先課題であり、出口戦略に関する情報発信は市場の混乱を招き、物価上昇に向けたモメンタムに悪影響を及ぼす可能性を考慮してか、これまでは時期尚早との判断を繰り返してきた。しかし、自

金融市場：現
状・見通し・注
目点

由民主党行革推進本部が4月に公表した「日本の金融政策についての論考」において、出口時に日銀が債務超過に陥るリスクを指摘したことで、改めて出口論議が盛り上がりを見せてきた。

さて、想定される出口時においては、物価上昇率は安定的に2%程度で推移しているはずであり、当然ながら金利水準も上昇しているはずである。そのため、日銀当座預金（補完当座預金制度適用先の5月16日～6月15日の平均残高は339兆円、うちマイナス金利適用残高は24兆円、ゼロ金利適用残高は106兆円）からの資金流出が想定されるが、それが短期金利の乱高下につながらないよう、日銀は付利による「固定化」が求められる。多くの論者はその付利の水準を引き上げる過程で、利払い費が保有する金融資産（うち6月20日時点の長期国債は389兆円）などからの収益^{（注1）}を上回り、赤字が発生、さらには長期間にわたって債務超過に陥るリスクを指摘している。

問題は、中央銀行が債務超過に陥った場合、どういう事態が想定されるのか、といった点である。具体的には、通貨の信認が棄損するのか（為替レート的大幅減価やそれを受けた物価制御の困難化など）、国庫納付金（16年度決算では4,813億円、11～16年度平均は5,429億円）がゼロになった場合の国家財政に与える影響などが懸念されているとみられる。

中央銀行は通貨発行に際して発行益（シニョリッジ）を得ることができることから懸念には及ばないとの意見もあるが、今後とも欧米中央銀行での政策正常化の動きに合わせて議論が続くことになるだろう。

（注1）ちなみに、日銀は保有国債の会計処理については償却原価法を採用しているため、満期保有する場合には含み損が計上される心配はない。しかし、額面以上の価額で国債を大量に買入れているため、アモチゼーションによる償還差損が年々発生することは不可避である。

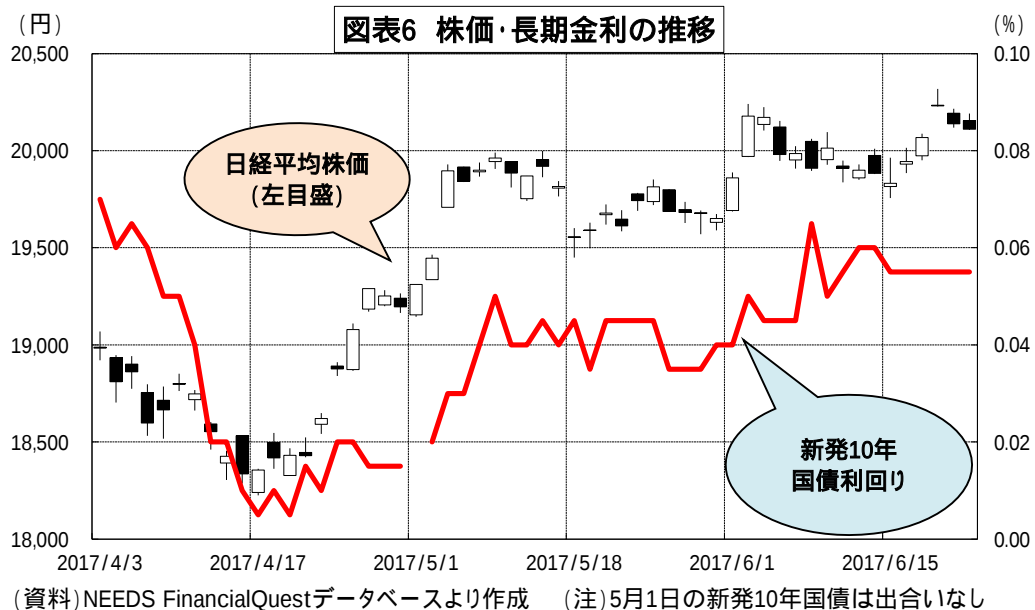
4月下旬にかけてトランプ期待の剥落、地政学的リスクの急浮上、欧州政治リスクへの懸念などから、金融市場はリスクオフが強まったが、その後はいくつかのリスク後退ともに再びリスクオンの流れとなっている。ロシアゲート疑惑浮上でトランプ政策への期待が萎むなか、今年2回目となった6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げは、事前の地均しもあり、無難に乗り越えたに見える。

短～中期ゾーン で金利上昇

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

債券市場

13年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀による大量の国債買入れによって長期金利は徐々に低下傾向をたどった。さらに、16年1月にはマイナス金利政策の導入が決定され、金利水準は一段と低下、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬から11月上旬にかけてマイナス状態が続いた（9月にはQQE+YCCが導入され、長期金利の操作目標がゼロ%程度に設定されたが、当初はマイナス圏で推移）。しかし、トランプ相場が始まった11月中旬以降は米国長期金利の上昇につられてプラス圏に浮上、2月初旬には一時0.15%まで上昇する場面もあったが、指値オペや買入れオペの頻度を高めたこと、さらにはオペ実施日とオファー額が明示されたこともあり、年度末にかけては0.1%弱の水準でもみ合った。その後、4月下旬にはリスク回避の動きが強まり、ゼロ%近辺まで低下したが、直近は0.05%を中心とした狭いレンジ内でのみ合いが続いている。なお、この1、2ヶ月でみると短～中期ゾーンには上昇圧力がかかっている。



長期金利は当面 ゼロ%近傍で推移

先行きについては、米国では今後も金融政策の正常化に向けて利上げを継続するとみられるほか、早ければ9月FOMCで中銀バランスシートの縮小開始が決定される可能性も出てきた。国債などの再投資停止に伴って利上げペースは幾分鈍るかもしれないが、米国長期金利には一定の上昇圧力が加わるとみられる。また、国

株価に底堅さも

円高圧力は根強いが、円安材料も少なくない

内でも物価は徐々に上昇圧力を高めていくものとみられる。これらは国内金利にとって上昇要因といえる。

しかし、「10年ゼロ%」との長期金利の操作目標が設定されていることにより、長期金利がその目標を大きく上回って上昇する事態は想定しない。金利上昇圧力が高まる場面では日銀は指値オペ、固定金利オペや買入れ増額などで対応するだろう。引き続き、オペのオファー額や頻度、毎月末に提示される「当面の長期国債等の買入れの運営について」での買入れペースの動向に注目が集まるだろう。

株式市場

16年11月には、日経平均株価はトランプ政策への期待感から大きく上昇、年度末にかけて19,000円を中心レンジとするボックス圏でもみ合った。17年度入り前後にはトランプ期待の剥落、地政学的リスクへの警戒などから内外株式市場は調整色が高まったが、4月下旬には仏大統領選でのマクロン候補勝利、堅調な米国企業決算発表などが好感され、株価は回復傾向を徐々に強め、6月2日には1年半ぶりに20,000円を回復するなど、リスクオンが強まった。足元では、円高の影響を受ける場面もあるものの、史上最高値を更新する米国株(NYダウ)にも支えられて20,000円台を固める動きとなっている。

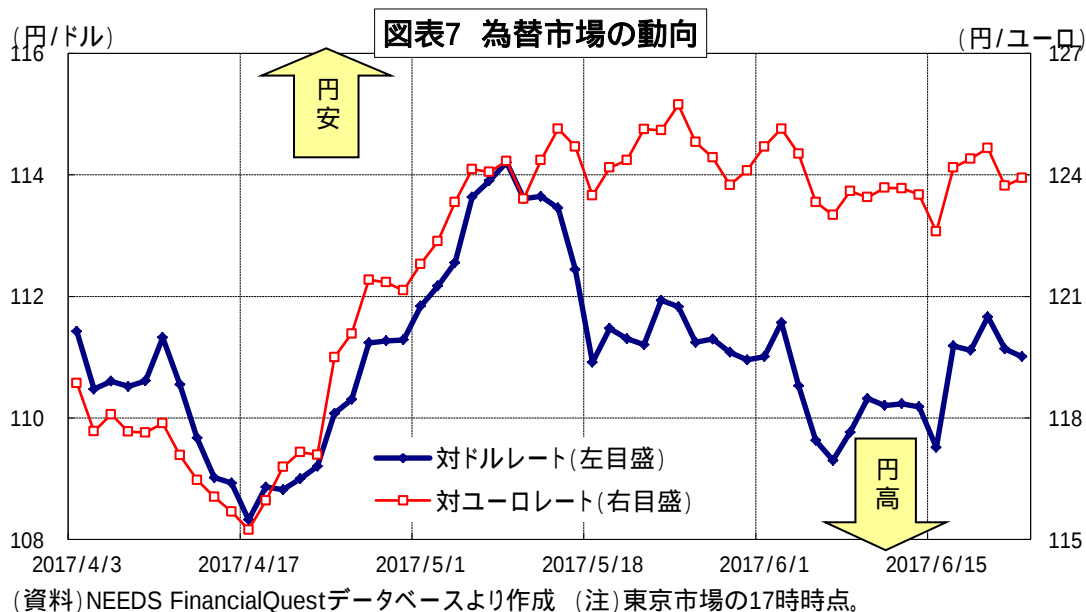
先行き不透明感は強いものの、基本的に内外経済は緩やかとはいえ回復基調にあるほか、雇用拡大に向けたトランプ政策はいずれ実施される可能性が高いことから、今後とも株価は堅調に推移していくと予想する。

外国為替市場

米大統領選でのトランプ氏勝利によって米国で雇用拡大に向けた積極的な財政政策運営への期待が高まったことから、16年11月以降、対ドルレートは一気に円安圧力が加わり、12月には120円を窺う動きも見せた。その後3月中旬まで米国の利上げ観測などを材料に概ね110円台前半で推移したが、3月下旬から4月中旬にかけてトランプ政権の政策遂行能力や地政学的リスクへの懸念から円高圧力が高まり、一旦110円割れとなった。4月下旬からはいくつかのリスクが解消するとともに再び円安方向に戻ったが、足元では米国金融政策の正常化ペースは緩やかなまとの見方が市場で強まり、110円前後での推移となっている。

先行きについては、国内では強力な金融緩和策が継続される半

面、米国では金融政策の正常化に向かうなど、日米の金融政策は方向性が真逆であり、それ自体は円安要因であることに変わりはない。また、米国で大型減税が決定・実施されれば、金利上昇を促すなど、ドル高圧力が高まる可能性がある。しかし、前述のように、足元では米利上げペースは緩慢との予想が根強いほか、本来ならばドル高を促すはずのトランプ政策への期待も後退している。加えて、地政学的リスクへの意識も残るだろう。それゆえ、基調としては 110 円台前半を中心とした展開が続くとみるが、時折円高に振れる場面を想定しておく必要があるだろう。



ユーロ高が進む 場面も

焦点の仏大統領選で EU 支持派のマクロン候補が勝利し、かつ国民議会選でもマクロン派が勝利したことで、欧州政治リスクは後退し、ユーロは 120 円台前半から半ばでの展開となっている。

さて、欧州中央銀行では既に 4 月以降は資産買入れ額を減額しているほか、政策理事会終了後の声明文において利下げバイアスを解除するなど、大規模緩和の幕引きに向けた動きも見られなくもない。しかし、基本的なスタンスは「当面は極めて緩和的な金融政策を継続する」ということであり、実際にそうした行動をとるものと思われる。なお、足元のインフレ率は目標とする水準(2%弱)からやや遠ざかる動きも見られたが、経済指標の動向次第では正常化に向けた思惑が浮上しやすい環境となっていることは確かであろう。先行きはユーロ高気味の展開が予想される。

(17.6.22 現在)